

2019. 8. 7



▲ 운송/자동차부품

Analyst **이중현**
02. 6454-4868
jonghyun_lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **38,000 원**

현재주가 (8.6) **24,000 원**

상승여력 **58.3%**

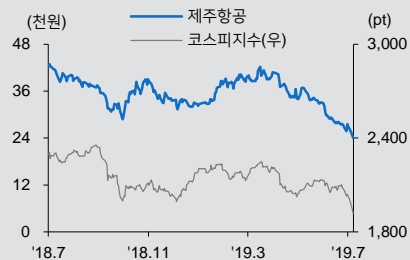
KOSPI	1,917.50pt
시가총액	6,326억원
발행주식수	2,636만주
유동주식비율	32.96%
외국인비중	8.87%
52주 최고/최저가	42,300원/24,000원
평균거래대금	25.2억원

주요주주(%)

AK홀딩스 외 3인	58.85
제주특별자치도청	7.75

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-19.7	-26.9	-42.3
상대주가	-11.6	-16.0	-31.2

주가그래프



제주항공 089590

2H19 보수적 접근 필요

- ✓ 2Q19 영업이익 -274억원(YoY 적자전환) 기록하며 5년만의 영업적자 시현
- ✓ 공급과잉/지방발노선확대/비수기가 맞물리며 국제선 L/F YoY -7.3%p, Yield -8.7%
- ✓ 현재 진행중인 일본 노이즈로 인해 2H19 실적전망도 부정적 (2H19 OP YoY -33%)
- ✓ 단기적으로 주가회복을 기대할 수 있는 요인은 달러화의 약세전환과 증시의 반등 등 업종 밖의 변수들. 일본노이즈 해소시 본격적인 기업가치 회복 가능할 전망

공급과잉·지방발노선확대·비수기가 맞물리며 부진한 실적실현

제주항공의 2Q19 매출과 영업이익은 각각 3,130억원 (YoY +10.5%), -274억원 (YoY 적자전환)을 기록하며 5년만의 영업적자를 시현하였다. 회계기준 변경효과를 감안한 영업이익은 -311억원이다. 국제선 L/F는 -7.3%p 하락하였고 Yield(여객매출/RPK)는 YoY -8.7%를 기록하였다. 공급과잉·지방발노선확대·비수기가 맞물리며 부진한 실적을 피할 수 없었다. 고마진의 일본노선 매출은 2Q19 불매운동의 영향이 부재했음에도 YoY -2.1% 감소하며 18년 자연재해이후 회복에 어려움이 존재함을 확인하였다.

향후 일본노이즈 해소시 본격적인 기업가치 회복 가능할 전망

최근 3달간의 주가하락 원인은 1) 2분기 실적 부진 전망, 2) 일본 노이즈 발현에 따른 3분기 이후 실적 훼손 우려, 3) 급격한 달러화 강세, 4) 한국 증시 하락으로 요약된다. 해당 요인들의 개선여부가 향후 주가방향성을 좌우할 전망이다. 공급과잉 우려는 맥스도입증지 여파로 점차 완화는 되겠지만 단기간내 드라마틱한 개선이 어려운 부분이다. 일본 노이즈는 현재 진행중인 사항이다. 특히 ① 부진 강도·기간에 대한 불확실성, ② 동남아·중국 노선의 상쇄 정도에 대한 불확실성, ③ 일부 상쇄되더라도 기재운영효율성 저하 등으로 인한 실적훼손 가능성 등을 고려하면 단기적으로 긍정적 기대감을 갖기 어렵다. 2H19 부진한 실적 지속을 예상한다. 단기적으로 주가회복을 기대할 수 있는 요인은 달러화의 약세전환 (당사는 3분기 이후 추세적 약세 방향성 전망)과 증시의 반등 등 업종 밖의 변수들이다. 빠른 반등세보다는 점진적인 기업가치 회복세를 예상한다. 향후 일본노이즈의 해소시 본격적인 기업가치 회복 가능할 전망이다. 적정주가를 기존 44,000원에서 38,000원으로 하향조정한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	996.4	101.3	77.8	2,954	45.0	12,574	12.0	2.8	5.1	25.8	141.5
2018	1,259.4	101.2	70.9	2,689	-9.0	14,509	12.5	2.3	5.7	19.9	169.8
2019E	1,404.7	58.6	16.5	625	-76.7	14,436	38.4	1.7	10.0	4.3	282.5
2020E	1,469.5	105.1	69.9	2,654	324.4	16,342	9.0	1.5	7.2	17.2	280.3
2021E	1,550.5	117.4	62.3	2,362	-11.0	17,906	10.2	1.3	6.8	13.8	287.8

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	313.0	283.3	10.5	392.9	-20.3	320.6	-2.4	314.7	-0.6
영업이익	-27.4	11.6	적전	57.0	적전	-15.1	적지	-23.2	적지
세전이익	-38.7	22.0	적전	55.5	적전	-21.5	적지	-34.9	적지
순이익	-29.5	16.8	적전	42.1	적전	-17.4	적지	-26.5	적지
영업이익률(%)	-8.8	4.1	-12.9	14.5	-23.3	-4.7		-7.4	
순이익률(%)	-9.4	5.9	-15.4	10.7	-20.1	-5.4		-8.4	

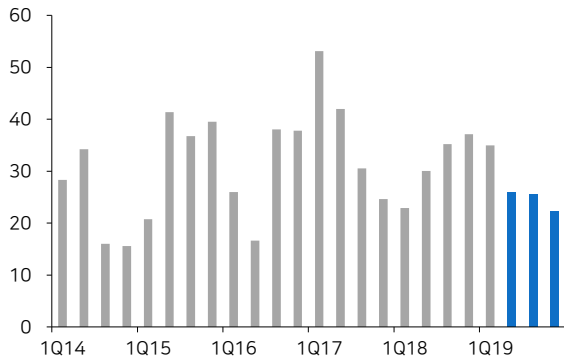
자료: 제주항공, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	308.6	283.3	350.1	317.5	392.9	313.0	372.0	327.0	996.4	1,259.4	1,404.7	1,469.5
(% YoY)	28.5	24.2	31.3	21.4	27.3	10.5	6.2	3.0	33.3	26.4	11.5	4.6
부문별 매출액												
1) 국내선 여객	47.3	63.8	59.8	53.9	48.8	60.9	57.0	52.1	224.1	224.7	218.8	218.8
(% YoY)	7.7	4.0	-3.4	-5.3	3.3	-4.5	-4.7	-3.4	10.4	0.3	-2.6	0.0
RPK (% YoY)	6.8	3.9	-1.2	1.7	3.8	1.6	1.6	1.6	0.3	2.6	2.1	0.0
Yield (% YoY)	0.8	0.1	-3.4	-6.8	-0.5	-6.0	-5.0	-5.0	10.1	-2.6	-4.4	0.0
L/F (%p)	-1.2	-0.4	-2.7	-2.0	1.3	-2.2	-2.2	-2.2	3.5	-1.6	-1.4	0.0
2) 국제선 여객	243.8	201.8	263.6	234.2	315.0	221.2	288.8	248.8	711.4	943.5	1,073.8	1,145.2
(% YoY)	33.5	33.5	38.9	24.8	29.2	9.6	9.6	6.2	43.9	32.6	13.8	6.6
RPK (% YoY)	24.9	32.7	30.8	31.2	30.9	20.0	19.7	11.8	41.1	29.9	20.4	7.4
Yield (% YoY)	6.9	0.6	2.3	-4.9	-1.3	-8.7	-5.0	-5.0	2.0	1.1	-4.5	-0.7
L/F (%p)	1.4	1.7	-2.9	-3.8	-2.0	-7.3	-8.0	-9.0	3.0	-1.1	-6.6	-0.2
영업이익	46.4	11.6	37.8	5.4	57.0	-27.4	33.1	-4.0	101.3	101.2	58.6	105.1
(% YoY)	70.6	-28.2	-6.5	-69.3	22.7	적전	-12.4	적전	73.4	-0.1	-42.1	79.3
(영업이익률, %)	15.0	4.1	10.8	1.7	14.5	-8.8	8.9	-1.2	10.2	8.0	4.2	7.2
세전이익	47.9	22.0	40.9	-17.5	55.5	-38.7	5.0	0.0	101.2	93.3	21.8	91.7
(% YoY)	116.9	9.6	-4.0	적전	15.7	적전	-87.7	흑전	47.1	-7.8	-76.6	320.1
당기순이익(지배)	36.9	16.8	31.1	-14.0	42.1	-29.5	3.8	0.0	77.8	70.9	16.5	69.9
(% YoY)	116.8	10.2	-3.7	적전	14.0	적전	-87.7	흑전	46.9	-8.9	-76.7	324.4
주요 가정												
원/달러 환율(평균)	1,072.3	1,079.5	1,121.3	1,127.4	1,125.7	1,167.1	1,190.0	1,180.0	1,129.8	1,100.2	1,165.7	1,141.3
원/달러 환율(기말)	1,066.0	1,070.0	1,109.3	1,111.0	1,135.2	1,154.8	1,200.0	1,170.0	1,067.2	1,111.0	1,170.0	1,120.0
항공유(달러/배럴)	78.4	83.7	87.3	90.4	74.6	81.8	80.9	80.9	64.6	84.9	79.6	80.9
(% YoY)	19.3	34.1	45.5	28.9	-4.8	-2.2	-7.3	-10.4	24.0	31.6	-6.3	1.7

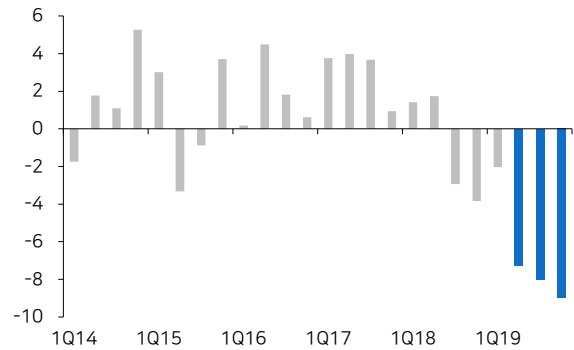
자료: 회사자료, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 공급확대속도 완화되고 있지만 2H19 여전히 20%를 상회하며 L/F(탑승률) 부담은 지속될 전망

(%) 국제선 ASK YoY 증감률

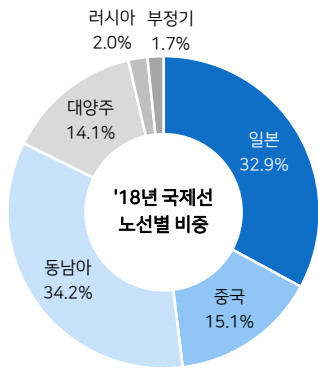


(%p) 제주항공 국제선 L/F YoY 증감

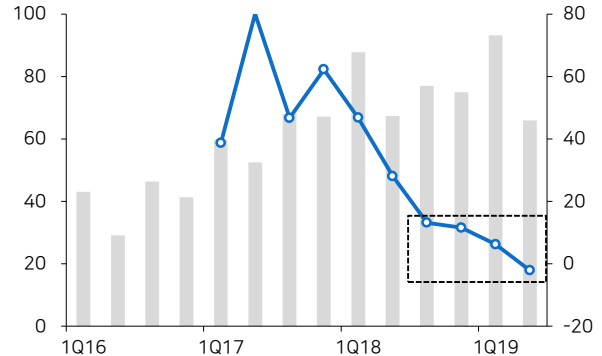


자료: 제주항공, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2Q19 5년만의 분기영업적자 실현한 제주항공, 국제선 매출비중 33%에 달하는 일본노선 노이즈 지속으로



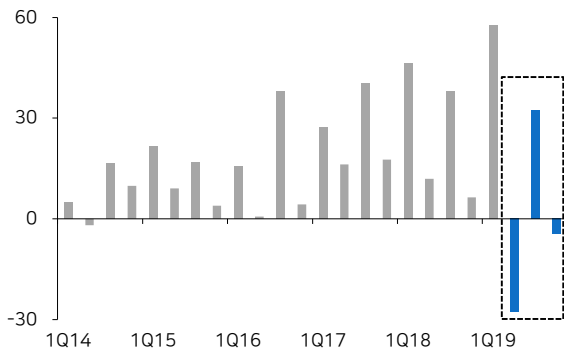
(십억원) 일본노선매출, 일본노선매출 YoY 증감률 (우)



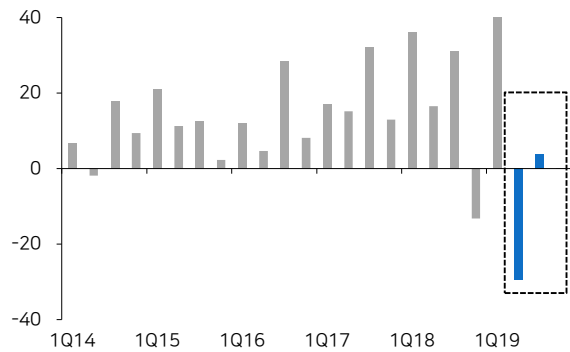
자료: 제주항공, 메리츠증권 리서치센터

그림3 하반기에도 부진한 실적 지속 전망 (3Q19 영업이익 YoY -12.4%, 4Q19 YoY 적자전환)

(십억원) 영업이익



(십억원) 지배순이익



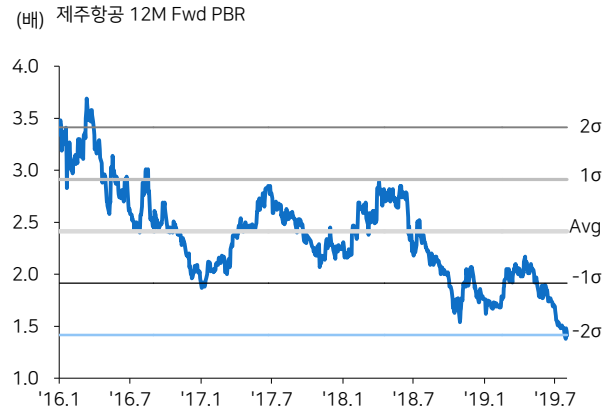
자료: 제주항공, 메리츠증권 리서치센터

그림4 제주항공 주가 vs. 원/달러 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 12M Fwd PBR 추이 (컨센서스 기준)



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 적정주가 변경 테이블

적정 밸류에이션 PBR (배, a)	2.45	상장 이후 받아온 평균 밸류에이션
적용 BPS (원, b)	15,389	19-20년 BPS 평균값
Fair Value (원, c = a x b)	37,703	
적정 주가 ('000 rounding, 원)	38,000	
현재 주가 (원)	24,000	8월 6일 기준 증가
과리율 (%)	58.3	

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

제주항공 (089590)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	996.4	1,259.4	1,404.7	1,469.5	1,550.5
매출액증가율 (%)	33.3	26.4	11.5	4.6	5.5
매출원가	774.9	1,015.6	1,182.2	1,191.9	1,250.8
매출총이익	221.5	243.8	222.5	277.7	299.7
판매관리비	120.2	142.6	163.8	172.5	182.3
영업이익	101.3	101.2	58.6	105.1	117.4
영업이익률	10.2	8.0	4.2	7.2	7.6
금융손익	1.2	-1.2	-11.8	-26.4	-27.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.4	-6.7	-25.1	13.0	-8.5
세전계속사업이익	101.2	93.3	21.8	91.7	81.6
법인세비용	23.4	22.4	5.4	21.8	19.4
당기순이익	77.8	70.9	16.5	69.9	62.3
지배주주지분 순이익	77.8	70.9	16.5	69.9	62.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	144.6	189.3	56.7	84.4	132.3
당기순이익(손실)	77.8	70.9	16.5	69.9	62.3
유형자산상각비	20.4	29.2	33.5	36.9	40.6
무형자산상각비	4.8	7.5	14.4	16.5	17.9
운전자본의 증감	23.1	79.5	-27.2	-17.5	11.6
투자활동 현금흐름	-223.4	-314.6	-583.5	-143.1	-170.1
유형자산의증가(CAPEX)	-133.2	-130.0	-80.0	-90.0	-90.0
투자자산의감소(증가)	-3.6	-1.5	2.4	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	20.2	67.1	406.2	117.8	102.6
차입금의 증감	-0.0	75.0	420.6	134.0	138.6
자본의 증가	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-64.7	-58.3	-120.7	59.1	64.9
기초현금	168.2	103.6	222.7	102.0	161.1
기말현금	103.6	45.3	102.0	161.1	226.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	450.1	470.0	386.9	459.1	540.5
현금및현금성자산	103.6	45.3	102.0	161.1	226.0
매출채권	32.4	40.9	49.7	52.0	54.9
재고자산	9.4	11.8	12.9	13.5	14.2
비유동자산	350.3	554.5	1,068.3	1,178.9	1,289.9
유형자산	170.6	271.4	377.8	430.9	480.3
무형자산	18.5	11.1	25.0	28.4	30.6
투자자산	5.8	7.4	8.1	9.2	10.3
자산총계	800.4	1,024.5	1,455.3	1,638.0	1,830.3
유동부채	368.2	398.7	394.7	385.9	389.3
매입채무	0.0	0.0	1.0	1.0	1.1
단기차입금	8.0	7.2	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	46.5	51.2	16.3	17.9	1.0
비유동부채	100.7	244.1	680.1	821.4	969.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	75.0	162.0	260.0	359.0
부채총계	469.0	642.8	1,074.8	1,207.3	1,358.4
자본금	131.8	131.8	131.8	131.8	131.8
자본잉여금	89.6	89.6	89.8	89.8	89.8
기타포괄이익누계액	0.0	-6.5	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	114.9	168.7	160.8	211.1	252.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	331.4	381.7	380.5	430.7	471.9

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	37,831.2	47,782.6	53,296.9	55,755.8	58,826.4
EPS(지배주주)	2,953.9	2,689.2	625.3	2,653.6	2,362.1
CFPS	5,283.5	5,445.0	4,479.1	5,869.6	6,523.8
EBITDAPS	3,847.0	3,839.7	2,225.0	3,988.5	4,455.4
BPS	12,574.5	14,509.0	14,436.2	16,341.8	17,906.0
DPS	600.0	650.0	700.0	750.0	800.0
배당수익률(%)	1.7	1.9	2.1	2.2	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	12.0	12.5	38.4	9.0	10.2
PCR	6.3	7.5	5.4	4.1	3.7
PSR	0.9	0.9	0.5	0.4	0.4
PBR	2.8	2.3	1.7	1.5	1.3
EBITDA	126.5	137.4	106.5	158.5	175.9
EV/EBITDA	5.1	5.7	10.0	7.2	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.8	19.9	4.3	17.2	13.8
EBITDA 이익률	12.7	10.9	7.6	10.8	11.3
부채비율	141.5	169.8	282.5	280.3	287.8
금융비용부담률	0.0	0.1	2.3	2.3	2.4
이자보상배율(x)	223.5	67.8	1.8	3.1	3.2
매출채권회전율(x)	34.9	32.7	29.8	28.9	29.0
재고자산회전율(x)	112.7	120.4	115.0	111.5	111.9

Compliance Notice

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 이종현(는)의 제주항공 기업설명회에 제주항공의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다. 동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이종현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

제주항공 (089590) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	피리얼(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.25	산업분석	Buy	43,000	최치현	-20.9	-18.0	
2017.11.08	기업브리프	Buy	43,000	최치현	-17.9	-8.5	
2018.01.31	산업브리프	Buy	47,000	최치현	-17.6	-16.8	
2018.02.07	기업브리프	Buy	47,000	최치현	-4.1	8.5	
2018.05.30	산업분석	Buy	56,000	최치현	-29.2	-8.9	
				담당자 변경			
2018.11.26	산업분석	Buy	50,000	이종현	-31.6	-21.8	
2019.02.13	기업브리프	Buy	44,000	이종현	-12.2	-3.9	
2019.05.08	기업브리프	Trading Buy	44,000	이종현	-13.8	-3.9	
2019.06.04	산업분석	Buy	44,000	이종현	-19.7	-3.9	
2019.08.07	기업브리프	Buy	38,000	이종현	-	-	